Алексей ТВЕРДОХЛЕБ,
трейдер по еврооблигациям,
банк «ЗЕНИТ»

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
начальник аналитического
управления, банк «ЗЕНИТ»

Российские евробонды: вопреки санкциям

Текущий год для российских евробондов пока складывается довольно успешно. Несмотря на ряд внешних ограничений, отечественные еврооблигации находятся в числе лидеров ценового роста среди сопоставимых развивающихся экономик. Характерно, что эта тенденция отмечается как в суверенном сегменте, так и практически по всему спектру корпоративных выпусков. При этом эмитенты, подпавшие под западные санкции, также не были обделены вниманием инвесторов.

БРАТЬ ПО ЛЮБЫМ ЦЕНАМ

Рост российских евробондов — это скорее не следствие улучшения внутренних условий, а результат изменения внешней конъюнктуры. В условиях, когда риторика ФРС меняется изо дня в день под влиянием волатильной экономической статистики и внешних рисков (например, Brexit), инвесторы то искали более доходные инструменты, то бежали из защитных активов, когда присутствовал риск стремительного роста их доходностей, продиктованный ожиданиями скорого повышения базовой долларовой ставки. Кроме того, подпитка свежей ликвидностью продолжается со стороны ряда ключевых мировых Центробанков, заставляя инвесторов активно искать новые регионы присутствия, зачастую игнорируя объективные риски. Парадоксально, но евробонды развивающихся экономик после продолжительного перерыва вновь копируют поведение защитных активов, зачастую удерживаясь на плаву после очередной волны распродажи в сегменте рискованных активов.

С начала 2016 года 12 из 18 крупнейших мировых фондов облигаций увеличили свои вложения в евробонды развивающихся экономик. Так, фонд BlackRock назвал этот процесс «великим переселением», отмечая уход капитала в более рискованные бумаги. Фонд PIMCO с марта текущего года вдвое увеличил в своем глобальном фонде объемом $14.9 млрд вложения в активы развивающихся стран. При этом глава Фонда по инвестициям назвал Бразилию, Мексику и Россию в числе приоритетных аллокаций капитала. Этот процесс происходит по своим, скорее спекулятивным, причинам: ни ситуация на сырьевых рынках, ни слабая способность развивающихся экономик эффективно

бороться с экономическими трудностями к этому никак не располагают.

Такую миграцию капитала наглядно демонстрируют показатели полного дохода. В среднем по развивающимся рынкам суверенные евробонды принесли инвесторам порядка 13% дохода с начала года. Безусловным фаворитом среди инвесторов были страны Латинской Америки. Так, суверенные евробонды Бразилии за 7 месяцев 2016 года принесли инвесторам 27% полного дохода, Аргентины и Колумбии — 17% и 16% соответственно. Характерной особенностью роста в текущем году является тот факт, что инвесторы не опасались ни сложной экономической и политической ситуации, ни наличия военных действий или рисков их реализации. Например, евробонды Венесуэлы по всем признакам подпадают под определение «Distress Debt». Экономика страны в текущем году может сократиться более чем на 20%, а инфляция достигнет 400%. Евробонды страны при этом пользовались колоссальным спросом у инвесторов, принеся им в январе-июле почти 29% прибыли от вложений. Россия в этом списке выглядит неплохо — 9% совокупного дохода, и это с учетом сложного доступа на западные рынки капитала!

Таким образом, внешняя конъюнктура пока складывается крайне успешно для всех евробондов EM. Они в центре внимания инвесторов, которые зачастую просто закрывают глаза практически на любые риски и смотрят лишь на ожидаемую доходность. Текущий рост пока сложно назвать пузырем, поскольку его масштабы не столь значительны, однако серьезные фундаментальные причины у этого роста пока найти сложно. Стоит отметить, что такая ситуация на руку самим эмитентам. В условиях прошедшего оттока капитала, проблем в экономике и усиления дефицита бюджетов из-за низких цен на сырье они пока могут рассчитывать на высокий спрос на новые займы и, как следствие, более низкую доходность.

ПОКУПАТЕЛИ НЕ ПОЖАЛЕЛИ

Главным событием на внешнем долговом рынке России стало размещение в конце мая 10-летних евробондов. Россия впервые вернулась на первичный рынок суверенных евробондов с осени 2013 года. С учетом ограниченного числа потенциальных инвесторов из-за западных санкций и общего негативного отношения ряда инвесторов к России — это был существенный риск. Чудес не произошло: выпуск с погашением в 2026 году был размещен на $1.75 млрд из $3 млрд совокупного объема эмиссии. Но даже для этого Министерству финансов пришлось предоставить внушительную премию к суверенной кривой — почти 50 б.п. Именно такой оказалась плата за западную изоляцию и за то, что расчеты по выпуску осуществлял Национальный расчетный депозитарий, а не международная расчетная система, что лишало выпуск потенциальной ликвидности. География покупателей была довольно обширна, а порядка 75% от размещенного объема было приобретено иностранными инвесторами. Характерно, что на вторичных торгах после размещения выпуск быстро подорожал до 102% от номинала. Несмотря на объективные риски на момент размещения, те инвесторы, кото-

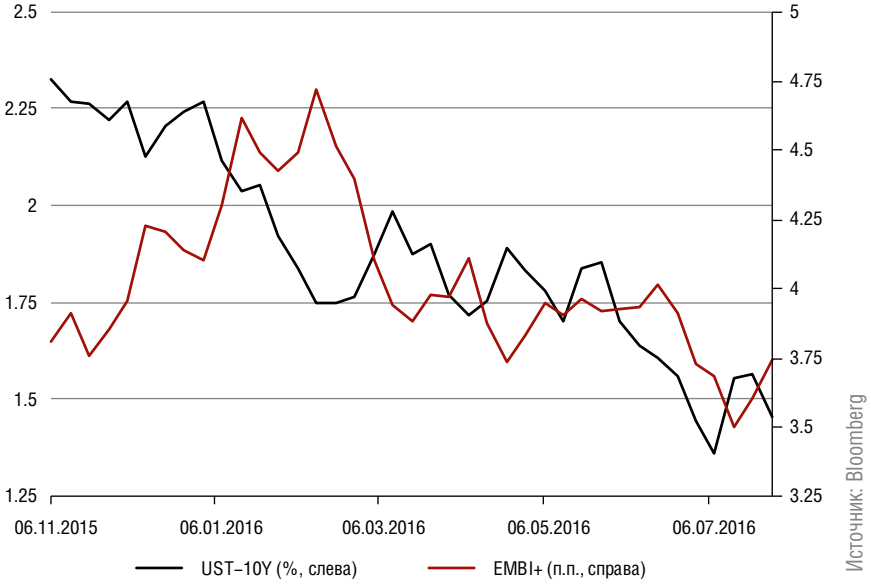


Рисунок 1
Динамика суверенных спредов и базового актива

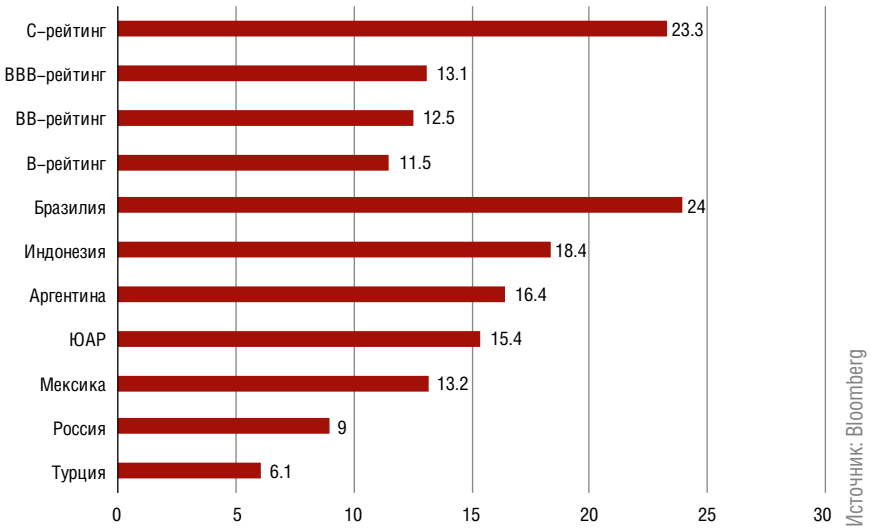


Рисунок 2
Полный доход от евробондов за 7 месяцев 2016 г., %

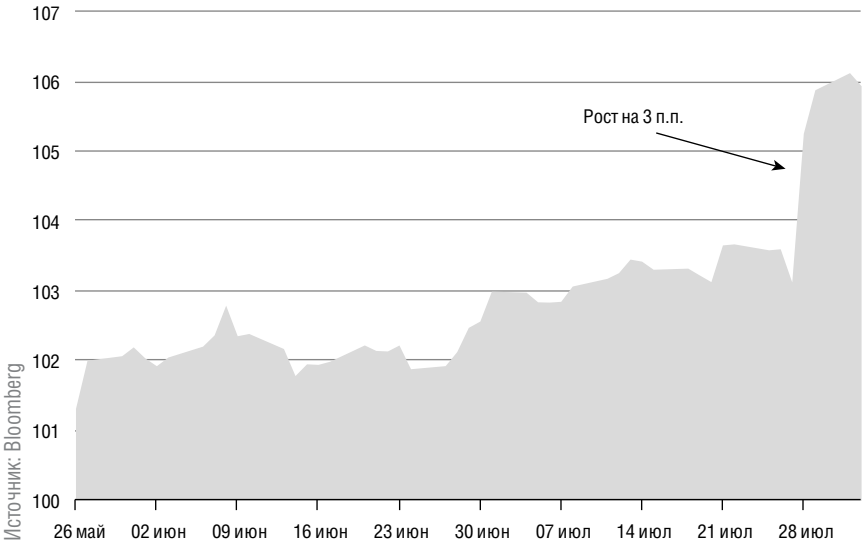
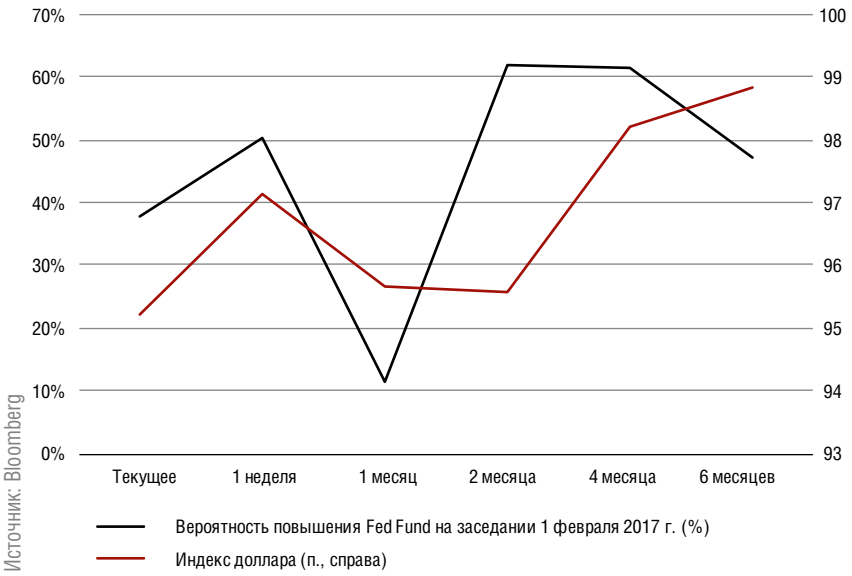


Рисунок 3
Реакция цены выпуска Russia-26 на включение в Euroclear

рые решились на покупку, не прогадали. В конце июля европейская клиринговая система Euroclear включила в свои расчеты выпуск Russia-26. В результате чего цена 10-летнего евробонда поднялась выше 106% от номинала и органично вписалась по доходности на суверенную кривую. Данный прецедент является крайне важным для способности России занимать на внешних рынках. Остаток выпуска в $1.25 млрд может быть размещен уже в текущем году, поскольку комментарии Минфина об отсутствии таких намерений были до решения Euroclear и в целом не слишком удачного результата на первичном размещении. Более того, министерство планирует до 2019 года занимать на внешних рынках до $3 млрд в год, поэтому факт включения российского выпуска в международную расчетную систему даже при наличии действующих западных санкций будет важным драйвером для усиления внешнего спроса.

Рисунок 4
Ожидания Fed Fund и индекс доллара



ЦЕНЫ ВЫСОКИ, НО СДАВАТЬСЯ РАНО

Евробонды развивающихся экономик выглядят несколько перегретыми. Идея покупки высокодоходных бумаг растиражирована, набрала популярность и по-прежнему актуальна, несмотря на довольно высокие ценовые уровни. Рынками правят ожидания, и пока они свидетельствуют о сохранении умеренного потенциала роста. Главным риском, который сможет запустить понижательную коррекцию на рынке, является политика Федерального резерва США. Если регулятор решится на дальнейшее повышение базовой процентной ставки, то по мере роста доходностей базовых активов произойдет процесс, обратный «великому переселению», когда долларовые активы вновь будут приносить приемлемый доход. Тем не менее ожидаемые сроки, в которые пройдет цикл ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, постоянно сдвигаются: то из-за слабой экономической статистики в самих США, то из-за реализации прочих внешних рисков, таких как выход Британии из состава ЕС. Еще одним потрясением для рынков, и, вероятно, одновременно с первым, может стать резкое снижение цен на сырьевых рынках. С конца января текущего года мы наблюдали подъем цен на сырьевых площадках, особенно в сегменте энергоносителей и металлов. Сейчас же оптимизм постепенно улетучивается по мере возникновения сомнений в том, что рост мировой экономики сможет абсорбировать увеличивающееся предложение сырья. Возможным результатом станет повторение ситуации второй половины 2015 года, когда шансы на ужесточение денежно-кредитной политики ФРС были высоки, доллар укреплялся, создавая давление на сырьевых рынках и в экономиках развивающихся стран, что в конечном итоге привело к массовому исходу иностранного капитала из них.

Несмотря на спекулятивную природу притока капитала на рынок евробондов ЕМ, последний остается наименее волатильным и от этого менее рискованным классом активов. Экономические проблемы у многих развивающихся стран

есть, но в большинстве случаев они не выглядят критическими. Истощение международных резервов и отсутствие роста экономики потребует ресурсов для финансирования дефицитов бюджетов, которые можно почерпнуть на одном из самых емких рынков — евробондов. Именно на этом фоне интерес инвесторов к еврооблигациям вряд ли угаснет в ближайшее время, однако темпы ценового роста могут несколько замедлиться. Российские выпуски в данном случае выглядят крепким «середнячком», а с учетом достижения договоренностей с Euroclear премии за новые размещения в будущем должны быть минимальными.

КОММЕНТАРИЙ

«МИНФИН ПОМОГ РОССИЙСКИМ ЭМИТЕНТАМ ВНОВЬ ВСТАТЬ НА КАРТУ РАЗМЕЩЕНИЙ»

Андрей Соловьев,
руководитель управления рынков долгового капитала, «ВТБ Капитал»

Специально для Cbonds Review Андрей Соловьев, руководитель управления рынков долгового капитала в «ВТБ Капитал», комментирует итоги размещения суверенных еврооблигаций России, рассказывает о том, с какими сложностями пришлось столкнуться при организации выпуска и какой эффект произвел на корпоративный сегмент выход России на международные рынки.

– С какими трудностями вам, как организатору, пришлось столкнуться в процессе размещения суверенных еврооблигаций РФ?

– Начну с того, что все размещения евробондов в этом году прошли успешно. Наших российских заемщиков очень мало на международных рынках, а спрос на бумаги со стороны иностранных инвесторов огромный. Привлекательно выглядят выпуски не только крупных рыночных игроков, но и совершенно новые имена, такие как Global Ports, например. Книги заявок закрывались с переподпиской в два-три раза. В условиях, когда не все российские эмитенты могут выйти на международные рынки из-за санкционных ограничений, те, кто выходит на рынок, пользуются повышенным спросом. Кроме того, бумаги российских эмитентов обладают редким соотношением высокого уровня доходности и при этом хорошего кредитного качества.

– Какие были препятствия со стороны иностранных регуляторов? Как вы действовали в сложившихся условиях?

– Прежде всего отмечу, что подготовка нами данного выпуска проходила в условиях полной конфиденциальности. Редкий случай, когда сделка готовится так, чтобы информация не распространилась по рынку раньше времени. Степень надежности также увеличил тот факт, что над сделкой работал один банк-организатор. Ведь после заявления госдепа США многие американские банки отказались принять участие в сделке в качестве организаторов. Наша задача заключалась в том, чтобы провести сделку и расчеты по ней в течение недели. Мы не хотели оставлять открытыми расчеты на выходные во избежание каких-либо препятствий со стороны ряда иностранных администраций. На первом этапе Euroclear не предоставил клиринг по этой бумаге, что, безусловно, ограничило участие иностранных инвесторов. Тем не менее большинство западных инвесторов через своих брокеров все же смогли принять участие в транзакции, а после допуска Euroclear спрос на бумагу поднял ее в цене очень высоко.

– Каким образом выход России на международные рынки повлиял на корпоративный сектор заемщиков?

– Я думаю, что влияние этого размещения на корпоративный сектор было крайне положительное. Аппетит у иностранных инвесторов разыгрался особенно после того, как сначала доступ к бумаге был закрыт. Поэтому российские эмитенты, выходившие на рынок после размещения суверена, пользовались большим спросом среди иностранных инвесторов, подогретых желанием приобрести качественные бумаги. Минфин помог российским эмитентам вновь встать на карту размещений. Думаю, что уже во второй половине сентября текущего года рынок еврооблигаций активизируется, можно ожидать около десяти новых выпусков — это будут как уже известные, так и новые имена. Кроме того, уже определена тенденция, в рамках которой заемщики выкупают свои выпуски с погашением в ближайшие один-два года и взамен размещают более длинные бумаги с большим номинальным объемом. Это связано с тем, что ставки на рынке еврооблигаций очень низкие, можно сказать, что мы вернулись сейчас к показателям 2013 года. Эмитентам нужно успеть занять по низким ставкам, так как уже в конце текущего года — начале следующего ожидается повышение ставок, и заимствования станут более дорогими.

– Каковы ваши прогнозы по возможным санкциям?

– Абсурд ситуации с вмешательством госдепа США заключался в том, что никаких запретов для выхода страны на международные рынки заимствований не было и быть не могло. Да, со стороны США последовал ряд рекомендаций иностранным банкам с целью предотвратить их участие в транзакции. Тем не менее для иностранных инвесторов главное, чтобы существовал доступ к российским бумагам и была возможность свободно их приобретать, несмотря ни на какие заявления со стороны американской администрации. Добавлю, что даже те банки, которые в итоге отказались принимать участие в организации сделки, потом поздравляли нас с успешным выходом на рынок.